

投资评级 优于大市 维持

股票数据

12 月 14 日收盘价(元)	9.06
52 周股价波动(元)	6.72-17.45
总股本/流通 A 股(百万股)	1287/1257
总市值/流通市值(百万元)	11632/11368

相关研究

《市占持续提升, 产品结构持续优化》
2018.10.30

《营收增速提升, 看好必选消费白马的持续成长》2018.08.08

《享渠道扩张红利, 产品结构持续优化》
2018.04.19

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.8	15.3	13.4
相对涨幅(%)	11.3	13.8	13.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 衣桢永

Tel: (021)23212208

Email: yzy12003@htsec.com

证书: S0850517100004

分析师: 曾知

Tel: (021)23219810

Email: zz9612@htsec.com

证书: S0850514050001

分析师: 赵洋

Tel: (021)23154126

Email: zy10340@htsec.com

证书: S0850517100001

时则动, 冬去阳生春又来

投资要点:

- 生活用纸行业空间大、必选消费抗周期性, 年销量增速 5%-7%:** 由于生活用纸单价低、必需消费品的属性, 行业增长与经济关联度低, 2017 年我国生活用纸产量 923 万吨, 同比增速 7.9%, 目前我国人均消费量相对发达国家仍有较大提升空间, 随着新型产品例如擦手纸、厨房用纸更多普及、以及产品质量提升, 我国生活用纸行业发展潜力不容小觑。
- 家族式企业向经理人模式转型, 治理结构逐渐改善:** 自 2015 年尝试经理人模式以来, 公司引进包括销售、生产、研发、运营、电商等专业化人才, 以及董事长充分授权, 公司治理结构有明显改善, 此外, 公司通过股票激励等方式持续绑定核心骨干以及激发工作动力。
- 产品&渠道持续改善, 局部地区优势已开始显现:** 近年来公司品牌定位、渠道质量和产品结构高端化都有明显提升; 营收增速明显高于行业水平, 并且逐渐缩小与前三家营收规模水平, 此外洁柔在华南、西南、西北地区已开始呈现区域竞争力; 产品端中高端产品结构持续提升, 高毛利产品比例提升保障公司盈利性。
- 营收稳健且持续增长可期:** 目前洁柔市占率仅 6%, 对比同行成长空间巨大, 具体到成长路径, 我们认为, 一方面洁柔可以在空白市场加速布局以及存量市场继续深耕, 另一方面参考同业发展经验, 品类扩张也值得考虑, 预计未来两到三年营收端保持 15-20% 的复合增速。
- 浆价下跌有望带来明显业绩弹性:** 随着 17 年全球木浆新增产能逐渐增加以及需求端增速放缓, 2018 年全球木浆供需结构相对偏松, 之前浆价高位态势有望回落, 目前木浆占洁柔成本约 60%, 浆价未来下跌将带来明显业绩弹性。
- 盈利预测与评级:** 自 15 年洁柔尝试经理人模式之后, 公司在渠道、产品以及品牌方面都有明显提升, 竞争实力显著加强, 未来通过空白市场占领、渠道深耕以及品类延伸有望继续保持稳健且持续的增长态势, 我们预计 2018-2019 年净利润 4.3 亿、5.5 亿元, 同比增速 22.9%、27.5%; 截止 12 月 14 日收盘价对应 PE 分别 27 倍、21 倍, 作为 A 股生活用纸最纯正标的, 给予公司 19 年 22-25 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 9.24~10.5 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** (1) 原材料价格上涨风险; (2) 营销渠道改善不及预期; (3) 产能释放不及预期, 产能利用率下降。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3809.35	4638.35	5643.88	6837.24	8085.36
(+/-)YoY(%)	28.74%	21.76%	21.68%	21.14%	18.25%
净利润(百万元)	260.42	349.07	428.87	546.79	690.89
(+/-)YoY(%)	195.27%	34.04%	22.86%	27.50%	26.36%
全面摊薄 EPS(元)	0.20	0.27	0.33	0.42	0.54
毛利率(%)	35.92%	34.92%	34.24%	35.17%	36.43%
净资产收益率(%)	9.38%	11.27%	12.16%	13.43%	14.50%

资料来源: 公司年报 (2016-2017), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1、锋芒已现，新洁柔优势尽显.....	6
1.1、历史重现，由蹒跚前行到稳健成长.....	6
1.2、蜕变，新洁柔焕发新活力.....	7
2、华丽蜕变，多因素驱动成长.....	9
2.1、从家族式企业向职业经理人制度发展.....	9
2.2、从“弱渠道，强产品”向“渠道驱动产品”成长.....	10
2.3、从“同质化产品”向“高毛利差异化产品”迈进.....	11
3、渠道扩张+品类延伸，未来成长不容小觑.....	13
4、浆价下跌已成必然，看好未来洁柔业绩弹性.....	14
4.1、预计 19 年浆价下跌有望提升公司盈利性.....	14
中国市场疲弱导致全球需求增速放缓.....	14
全球新增木浆产能高峰逐渐度过.....	17
内盘浆价开始处于下行通道，外盘价格回调只是时间问题.....	19
4.2、浆价下跌洁柔将显著受益.....	20
5、盈利预测与估值.....	22
6、风险提示.....	23
7、附录.....	23
7.1、生活用纸行业概述.....	23
财务报表分析和预测.....	26

图目录

图 1	洁柔发展阶段概况.....	6
图 2	中顺洁柔历史收入情况	7
图 3	中顺洁柔历史净利润情况.....	7
图 4	中顺洁柔与同业市占率比较	7
图 5	中顺洁柔与同行生活用纸收入增速比较	7
图 6	近年来洁柔收入规模增速显著高于行业	8
图 7	中顺洁柔与同行 ROE 比较	8
图 8	中顺洁柔与同业净利率比较	8
图 9	中顺洁柔与同行资产负债率比较.....	8
图 10	中顺洁柔与同业经营性现金流比较（百万元）	8
图 11	中顺洁柔收入端较同业还存差距（百万元）	9
图 12	洁柔产能与前三龙头差距较大（万吨）	9
图 13	同业各区域收入规模比较（百万元）	9
图 14	公司销售人员数量变化	11
图 15	中顺洁柔经销商数量（家）	11
图 16	洁柔各渠道销售规模（百万元）	11
图 17	洁柔各渠道占比（2017 年）	11
图 18	生活用纸行业产品结构	12
图 19	公司卷纸/非卷纸销售比例.....	13
图 20	非卷纸毛利明显高于卷纸产品	13
图 21	洁柔成长路径示意图	13
图 22	全球商品浆分区域需求结构	14
图 23	全球商品浆分区域新增需求结构	14
图 24	中国木浆主要下游结构（2017 年）	15
图 25	18 年造纸行业产量负增	15
图 26	生活用纸行业龙头毛利率情况	15
图 27	全球书写印刷纸按区域增速情况（2017 年）	16
图 28	全球生活用纸按区域增速情况（2017 年）	16
图 29	全球木浆下游需求占比（17 年）	17
图 30	全球商品浆的需求情况以及预测	17

图 31	全球商品浆产能规模和增速情况.....	18
图 32	全球 3400 万阔叶商品浆产能分布	18
图 33	全球 2800 万针叶商品浆产能分布	18
图 34	全球木浆产能结构（2017 年）	19
图 35	全球商品浆产能利用率预期	19
图 36	木浆现货价格走势.....	20
图 37	木浆期货价格走势.....	20
图 38	中顺洁柔毛利率与浆价历史比较	21
图 39	中顺的存货周转率	21
图 40	购浆流程示意图	21
图 41	木浆作为生活用纸原材料占比上升	23
图 42	生活用纸结构比例.....	23
图 43	生活用纸生产模式说明	24
图 44	生活用纸产业链示意图	24
图 45	人均生活用纸消费的国际比较（2016）	24
图 46	我国生活用纸人均消费量（千克/年）	24

表目录

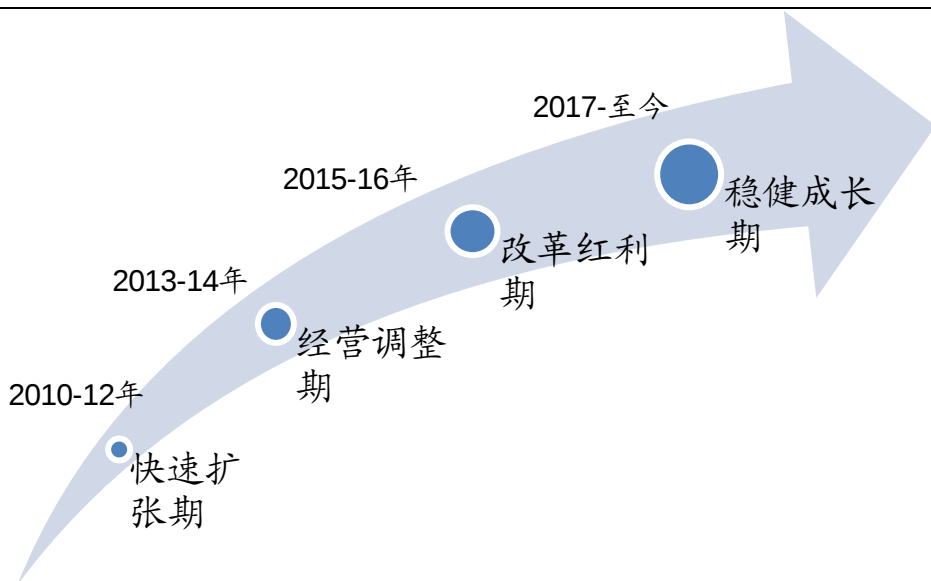
表 1	洁柔部分核心骨干情况	10
表 2	公司第一次员工持股计划情况	10
表 3	中顺洁柔产品结构逐步升级	12
表 4	生活用纸龙头渠道对比	14
表 5	国内木浆需求量测算	16
表 6	纸浆期货合约基本规则	20
表 7	公司 19 年毛利率敏感性测算	22
表 8	中顺洁柔分产品盈利预测	22
表 9	可比公司估值情况	23
表 10	国内生活用纸行业主要企业（2017 年）	25
表 11	四大品牌近年推出新品	25

1、锋芒已现，新洁柔优势尽显

1.1、历史重现，由蹒跚前行到稳健成长

- 回顾洁柔历史，我们将公司上市后分为四个发展阶段，可以看出洁柔上市后由于原材料波动以及管理团队调整，经营经历了较大变化，经过 2015 年之后随着对于企业组织重新梳理以及改善，洁柔已进入稳健成长的发展阶段。
- 1) 2010-2012 年（快速扩张期）：在生活用纸行业快速发展的背景下，洁柔享受上市之后的快速扩张红利，实现快速增长。
- 2) 2013-2014 年（经营调整期）：行业竞争格局持续恶化，原有销售团队积极性有限，内部经营的调整导致了此阶段业绩波动；
- 3) 2015-2016 年（改革红利期）：尝试职业经理人模式，新销售团队加盟，挖掘经营潜力，重新梳理渠道，享受变革后的爆发增长期。
- 4) 2017 年-至今（稳健成长期）：全新经营模式逐渐成熟，产品研发以及渠道拓展稳步推进，进入稳健成长期。

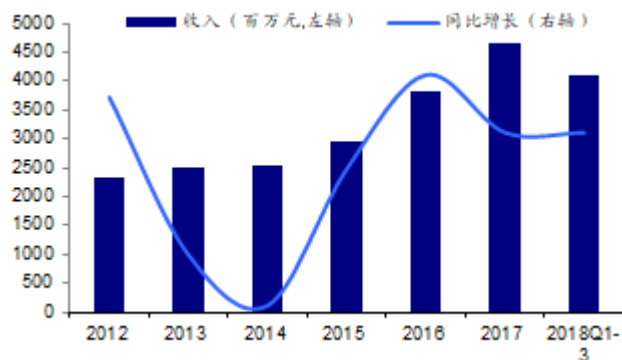
图1 洁柔发展阶段概况



资料来源：wind，海通证券研究所

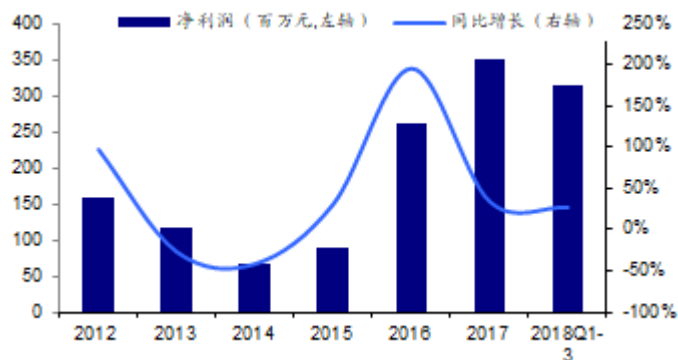
- 对应洁柔不同发展阶段的是公司财务数据的变化：2014 年以前洁柔受到行业影响比较明显，财务数据基本和行业景气度相符合，2015 年随着以刘金峰为代表的经理人加盟公司以后，洁柔增速明显快于行业情况，2014-2017 年营收复合增速 22.5%、利润复合增速 72.5%。

图2 中顺洁柔历史收入情况



资料来源：wind，海通证券研究所

图3 中顺洁柔历史净利润情况



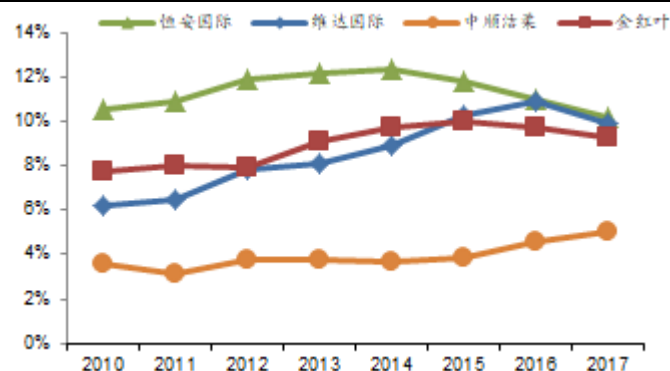
资料来源：wind，海通证券研究所

- 从2018Q1-Q3的毛利率来看，洁柔成长的抗风险能力在增强，未来稳健且持续增长的确定性更强：经历2015年公司管理架构重新梳理以及经营质量的持续提升，洁柔的综合竞争力明显在增强，从18年上半年公司应对浆价上行压力所采取的行动来看，公司的抗风险能力以及成长的可持续能力已逐渐被验证，考虑到行业未来供需持续改善以及洁柔竞争力提升，我们预计未来洁柔将进入持续稳健的增长阶段。

1.2、蜕变，新洁柔焕发新活力

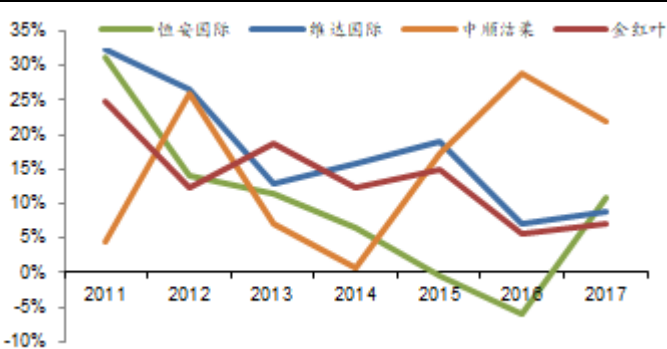
- 自2015年经理人团队对公司经营进行重新梳理之后，洁柔在成长性、盈利性、资本结构等方面都处于领先水平。
- 成长速度快于同业：公司的收入增速在16-17年明显高于同业，市场份额同步提升，而恒安国际、维达国际以及金红叶在此阶段收入增速均在10%以内，同业龙头的增速放缓也为洁柔带来了发展契机。

图4 中顺洁柔与同业市占率比较



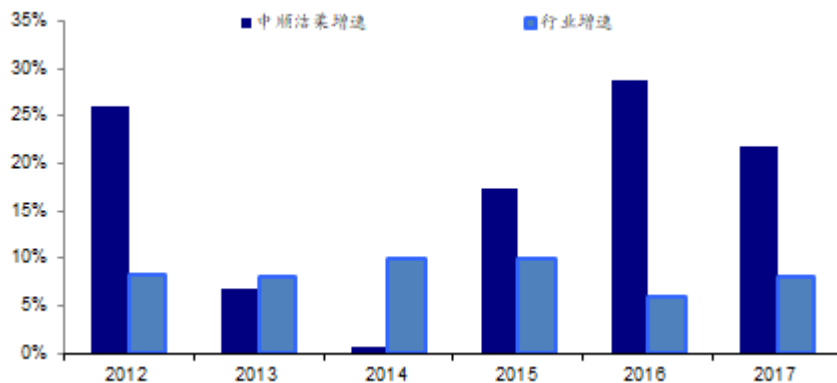
资料来源：wind，生活用纸行业委员会，海通证券研究所

图5 中顺洁柔与同行生活用纸收入增速比较



资料来源：wind，海通证券研究所

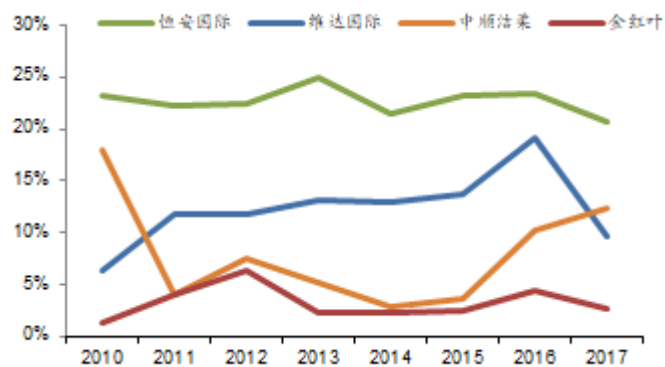
图6 近年来洁柔收入规模增速显著高于行业



资料来源: wind, 生活用纸行业委员会, 海通证券研究所整理

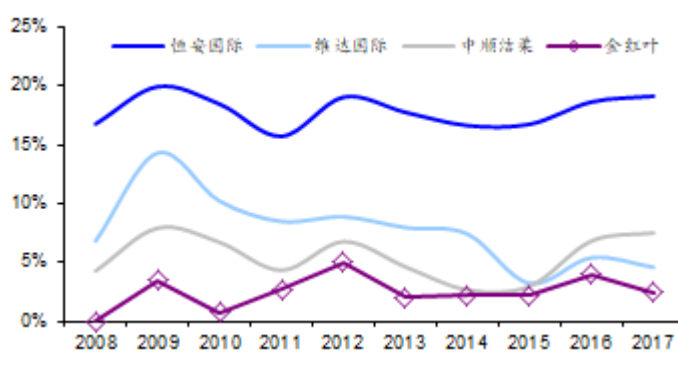
- **盈利性逐步提升:** 从 ROE 指标来看, 洁柔在 15-17 年盈利性有大幅提升, 同业在此阶段盈利性略有下滑; 从净利率来比较, 恒安由于其高毛利的卫生巾业务净利率远远领先, 洁柔相比维达与金红叶净利率较高;

图7 中顺洁柔与同行 ROE 比较



资料来源: wind, 海通证券研究所

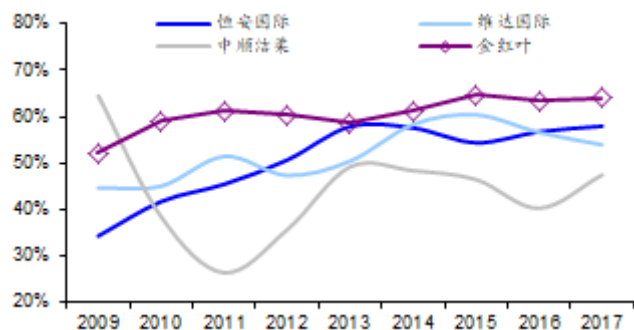
图8 中顺洁柔与同业净利率比较



资料来源: wind, 海通证券研究所

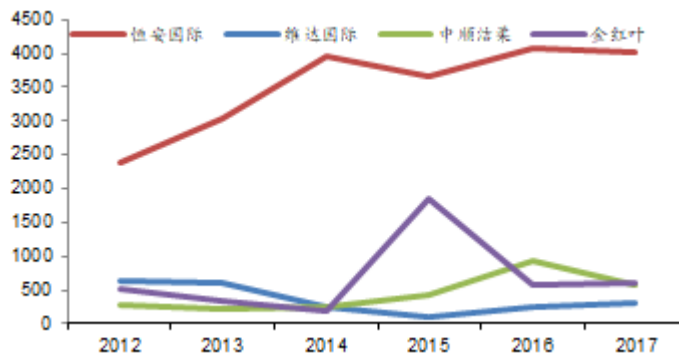
- **负债率较低、现金流良好:** 从资本结构与现金流来看, 洁柔的报表质量较高, 资产负债率洁柔一直处于低负债率水平; 从经营性现金流来看, 洁柔表现较好。

图9 中顺洁柔与同行资产负债率比较



资料来源: wind, 海通证券研究所

图10 中顺洁柔与同业经营性现金流比较 (百万元)

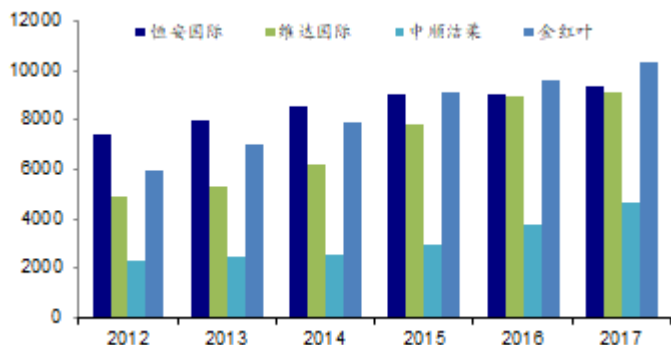


资料来源: wind, 海通证券研究所

- **局部优势已经显现:** 洁柔作为行业收入规模第四的企业, 虽然整体营收规模和前三家仍存在差距, 但是近几年呈现差距缩小的态势, 并且在华南、西南地区显示明显区域竞争力。

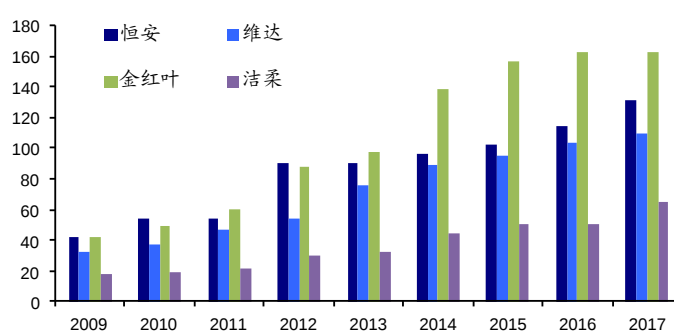
- 行业前三家企业营收规模保持在 90-100 亿元区间，2017 年洁柔营收达 46 亿元，但洁柔已在华南、西南地区通过渠道扩张和深化，产能和营收规模已名列前茅，侧面体现洁柔的竞争力。
- **新区域扩张仍有提升空间：**目前除了华南、西南、西北地区，公司在其他区域拓展仍存较大提升空间，根据洁柔未来的产能规划，我们认为未来在湖北、河北等区域继续保持快速扩张。

图11 中顺洁柔收入端较同业还存差距（百万元）



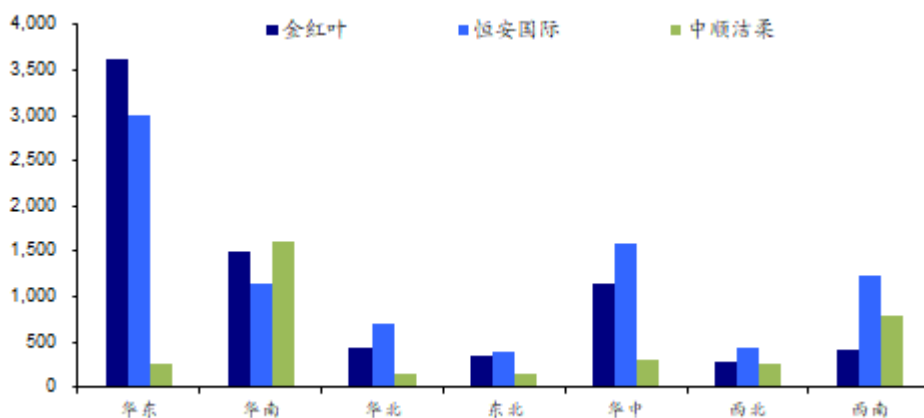
资料来源：wind，海通证券研究所

图12 洁柔产能与前三龙头差距较大（万吨）



资料来源：wind，海通证券研究所

图13 同业各区域收入规模比较（百万元）



资料来源：wind，海通证券研究所

2、华丽蜕变，多因素驱动成长

2.1、从家族式企业向职业经理人制度发展

- **是什么在发生变化？**自 2015 年起洁柔各项财务指标明显改善，究其原因，我们认为，一方面和新管理团队加盟有关，另一方面这几年公司的治理结构也持续改善。
- 自 2015 年以刘金峰为主的销售团队加盟公司之后，公司在品牌定位、产品研发以及渠道扩张方面都发生巨大的改善，目前包括销售体系在内，公司在研发、生产、运营、资本市场、电商等方面都引入专业化人才加盟，激发洁柔新活力。

表 1 洁柔部分核心骨干情况

	主管	加入公司时间	履历概况
刘金峰	销售	2015年	2005-2015年先后担任APP生活用纸事业部华中大区湖南省经理、华中、西北大区总经理、华中、西北大区BU运营总经理、中区VP、全国战略品牌营销总经理
叶龙方	生产	2016年	先后担任维达湖北公司总经理、四川公司总经理、四川省造纸协会常务理事
曾怿	外部董事	2017年	现担任搜狐集团市场营销副总裁兼任搜狐党委书记,负责搜狐集团的市场、公关、政府事务和部分产品运营
周启超	资本	2017年	先后在香港合基集团,湖北日报传媒集团,格林美股份有限公司,任子行网络技术股份有限公司担任公共事务总监,媒介总监,副总裁兼董事会秘书等职务

资料来源:公司 18 年 1 月关于董事会选举公告,海通证券研究所

- **董事长充分授权,核心骨干利益绑定,洁柔逐渐从家族式企业向职业经理人制度转型:** 过去几年经理人模式的尝试已证明是成功有效的,我们认为,这对洁柔未来治理结构的改善起到至关重要的作用;另一方面,公司通过股票激励等方式持续绑定核心骨干以及激发工作动力。

- 为激发新管理层活力并绑定公司与管理层利益,公司 17 年 8 月实施员工持股计划,参与人包括实控人在内的 10 位核心高管通过此次激励,进一步绑定核心骨干利益,利于长期发展。

表 2 公司第一次员工持股计划情况

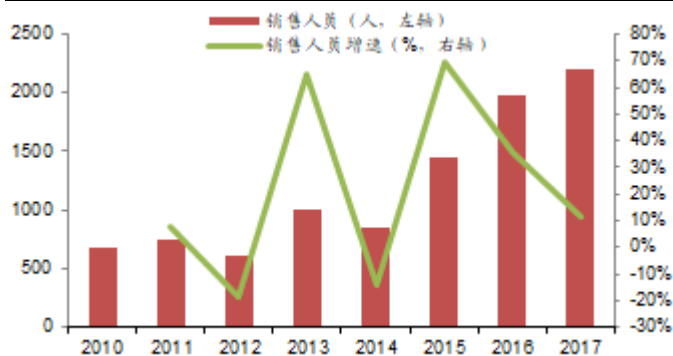
项目	具体情况			
实施时间	2017 年 8 月			
持有人	姓名	职务	实际认购数量	占本持股计划总份额的比例
	邓冠彪	总经理、副董事长	1400 万份	17.95%
	邓冠杰	董事、副总经理	700 万股	8.97%
	刘金峰	董事	1600 万份	20.51%
	周启超	副总经理	700 万份	8.97%
	其他核心骨干人员 5 人		3400 万份	43.60%
	合计: 共 10 人		7800 万份	100%

资料来源:17 年 8 月第一期员工持股计划公告,海通证券研究所

2.2、从“弱渠道,强产品”向“渠道驱动产品”成长

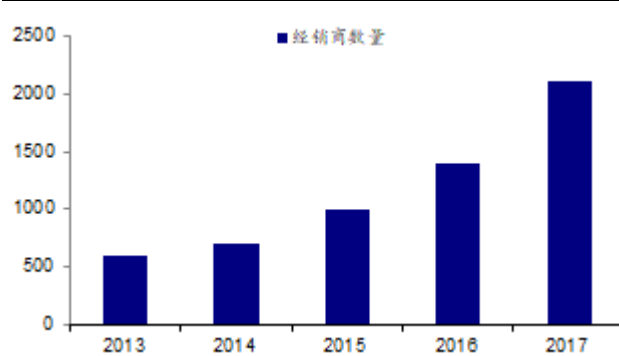
- **渠道为主,成长红利仍然持续:** 生活用纸产品特性决定了功能性更加重要,消费者往往很难对一个品牌产生特别粘性,因此渠道建设成为品牌竞争之间的关键;2015 年起随着洁柔对渠道建设的优化升级,营收增长明显加速,我们预计 2018-2020 年仍将是洁柔渠道快速扩张阶段。
- **渠道更加精准细分:** 2015 年将过去单一渠道划分为传统经销商、KA 卖场、电商与商销四大渠道,区域上从过去 5 大区改为 7+2 大区,并且将销售指标由上至下层层分解给城市经理,最终落实到每个业务员身上;2014-17 年总部销售人员从 857 人到 17 年的 2200 人,这也从侧面验证渠道建设能力的加强。
- **经销商数量质量迅速提升:** 公司 15 年以来大力发展空白区域经销商,数量已于 2013 年的 700 家增至 2017 年的近 2000 家。

图14 公司销售人员数量变化



资料来源: wind, 海通证券研究所

图15 中顺洁柔经销商数量 (家)

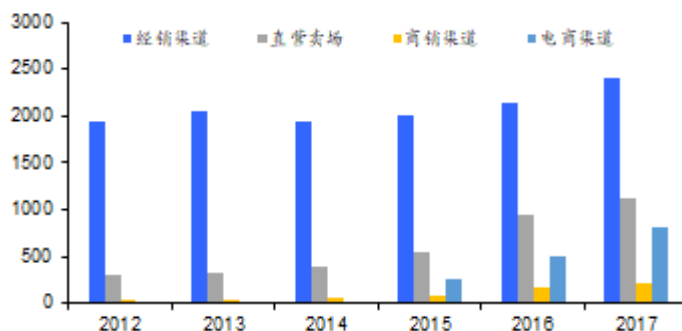


资料来源: 公司 13-17 年报, 海通证券研究所

除了在传统渠道端的革新, 公司大力发展现代通路与电商:

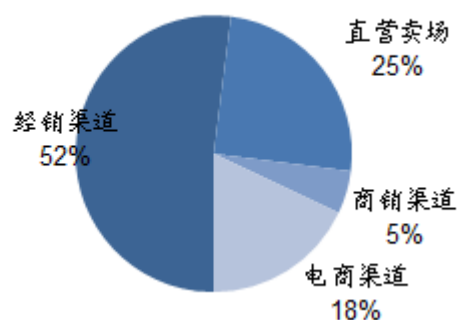
- **优化 KA 通路, 提升品牌知名度:** 公司在现代通路方面发展迅速, 目前已与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福等大型连锁卖场建立良好的合作关系, 并逐步将重点卖场转为公司直营, 通过卖场促销优惠活动培养消费者购买品牌产品的习惯。
- **电商保持快速发展态势:** 公司电商较于维达、金红叶起步较晚但发展迅速, 并将外包的天猫、淘宝等电商平台转为自营, 并搭建配套的物流系统, 我们预计电商板块将继续保持快速增长态势。

图16 洁柔各渠道销售规模 (百万元)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图17 洁柔各渠道占比 (2017 年)

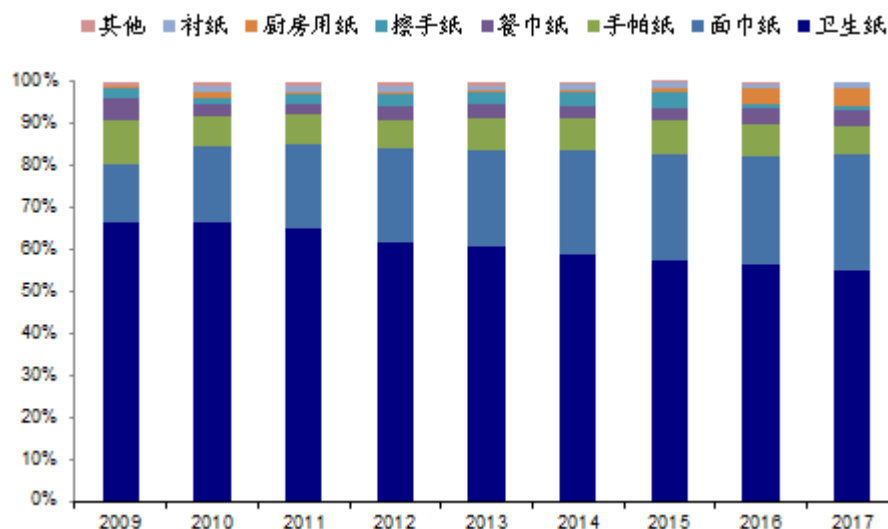


资料来源: wind, 海通证券研究所

2.3、从“同质化产品”向“高毛利差异化产品”迈进

- 在大众对于高档生活用纸需求日益提升的背景下, 洁柔近年来持续加大高端产品推广力度, 盈利性也持续得到提升。
- 行业趋势来看, 生活用纸应用领域在增加, 以厨房用纸和擦手纸为代表的产品占比持续在提升, 另一方面低端的卫生纸占比在持续降低。

图18 生活用纸行业产品结构



资料来源：生活用纸行业专业委员会，海通证券研究所

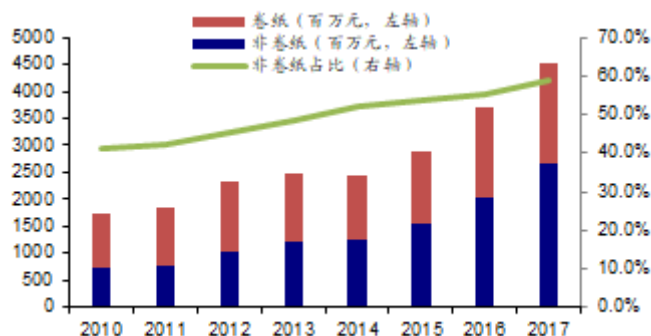
- 洁柔高端产品占比持续提升：自 2015 年以后公司中高端产品结构持续提升，目前高端主打的 face 和 lotion 系列收入占比持续提升，并且 2017 年新推出的自然木系列毛利率较高，持续提升公司综合盈利性。

表 3 中顺洁柔产品结构逐步升级

产品名称	产品介绍	产品定位	产品图片
洁柔 C&S 系列	原生木浆制造，自然洁白，不含荧光增白剂	平价产品	
洁柔 Face 系列	采用独创的可湿水造纸工艺，可做湿巾、洗脸巾使用，具有去油、清洁的特性	高端系列产品	
洁柔 Lotion 系列	水分含量高于 10%，尤其适合皮肤较为细腻的女性及婴儿人群使用，化妆可用	高端系列产品	
洁柔自然木系列	低白度本色纸市场领先者，采用 100%进口原生木浆制造，全系列产品在质量等级上直接达到优等品质并通过北美食品级的标准测	顺应环保理念的高端系列产品	

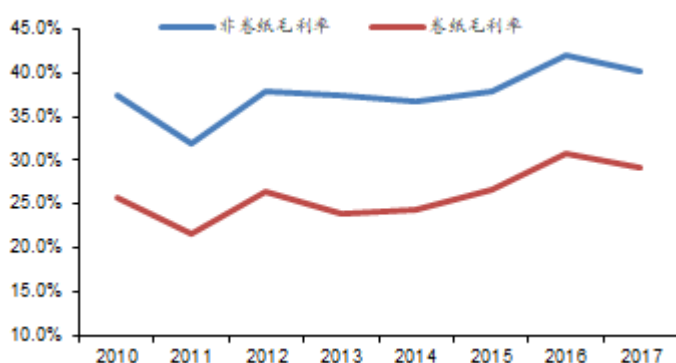
资料来源：中顺洁柔官网，海通证券研究所

图19 公司卷纸/非卷纸销售比例



资料来源：wind，海通证券研究所

图20 非卷纸毛利明显高于卷纸产品

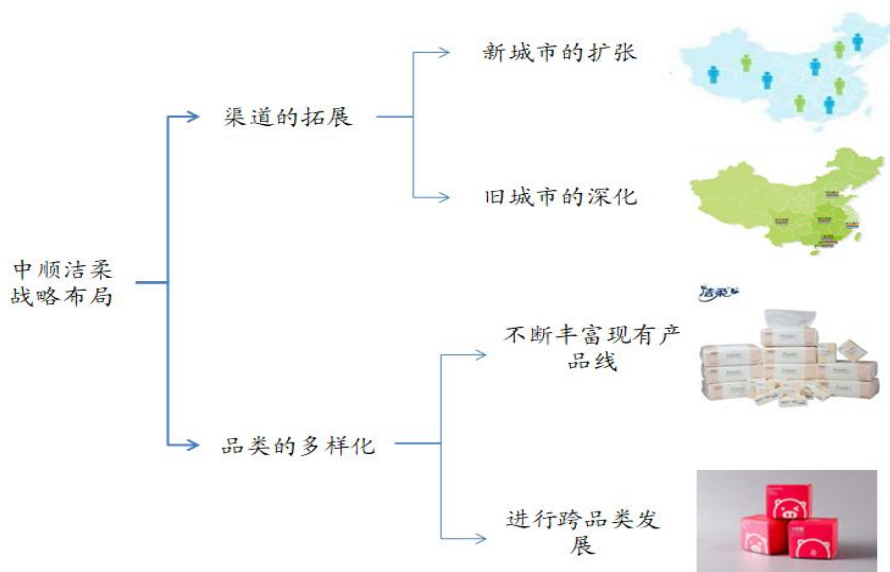


资料来源：wind，海通证券研究所

3、渠道扩张+品类延伸，未来成长不容小觑

- **未来如何成长：**17年洁柔市占率仅6%，我们判断提升空间仍大，从成长路径来看，我们认为，一方面洁柔可以在空白市场加速布局以及存量市场继续深耕，另一方面参考同业发展经验，品类扩张也值得考虑。

图21 洁柔成长路径示意图



资料来源：海通证券研究所

- **渠道扩张红利仍在，至少支撑未来两到三年的营收增长：**

- **新城市空间仍广阔：**目前公司已基本覆盖地级市，但全国2800个县级区未覆盖区域仍多，我们认为公司依然还有2-3年的渠道红利释放期；此外对比龙头恒安3000余家经销商，公司目前2100个经销商仍有较大提升空间。
- **老城市渗透率存提升空间：**公司优势区域在于华南、西南与西北，市场广阔的华东、华中地区洁柔市占率低于同业，且华北、东北区域渠道较为薄弱，除拓展空白区域市场，公司通过引入淘汰机制，加强对已有经销商的培育不断增强经销商质量，最终提升在老城市的产品渗透率。

表 4 生活用纸龙头渠道对比

	恒安	维达	中顺洁柔
经销商数量 (家)	超 3000	超 3000	2100
传统经销商渠道	品牌覆盖全国大中小城市, 传统和现代市场拥有超过百万个销售网点, 渠道数量和布局行业领先。	渠道稳健中推进, 以湖北、北京、香港、广东为根据地, 近百万个销售网点, 经销商渠道和销售团队稳固, 一线城市市场地位优势明显。	渠道近年来发展迅速, 传统渠道优势在于华南和西南, 占比达到 60% 以上, 而华东, 东北, 华北占比较小。
电商发 情况	恒安自 2011 年开始进入电商渠道, 2017 年, 公司电商渠道销售收入已达到 11 亿人民币, 占公司整体收入的 10.1%。	维达的电商化进程最领先: 电商销售额快速提升, 17 年占比达到 21%。公司借助猫超市, 京东超市, 淘宝、京东自营, 天猫旗舰店、苏宁易购等平台, 目前电商渠道在一线企业中规模最大。	洁柔在 16 年将外包的天猫、淘宝等电商平台转为自营, 加大电商平台的投入, 2017 年电商收入占比达 18%, 超过 8 亿元。

资料来源: 各上市公司历年年报, 海通证券研究所

4、浆价下跌已成必然, 看好未来洁柔业绩弹性

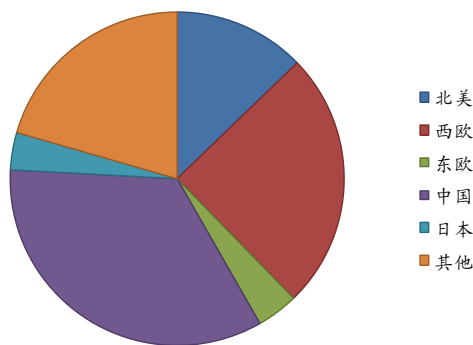
4.1、预计 19 年浆价下跌有望提升公司盈利性

- **供需变化导致浆价趋势下行:** 我们认为, 全球木浆的供需关系是影响浆价的基本因素, 预计 19 年中国木浆需求疲弱将拖累全球木浆增长, 供给增加主要来自于 18 年相继投放的产能, 这将导致 2018-2019 年全球木浆供需关系相对 2017 年较为宽松, 并且之前高位浆价很难维持并将回落至合理水平。

中国市场疲弱导致全球需求增速放缓

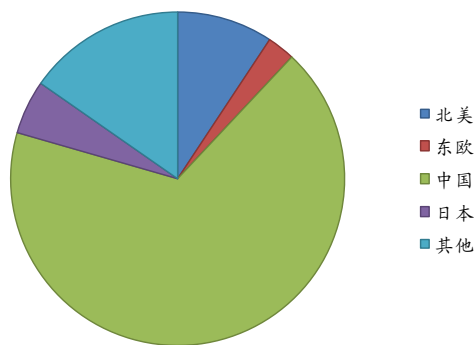
- **中国是全球商品浆需求波动主要因素:** 2017 年全球商品浆需求 6100 万吨, 其中中国进口需求量 2100 万吨, 占比 35%, 此外由于中国木浆需求增速远远高于全球水平, 因此中国新增木浆需求约占全球比例 75%, 中国市场已成为全球木浆需求最主要的增长动力。

图22 全球商品浆分区域需求结构



资料来源: 中国造纸协会、全球木浆造纸理事会, 海通证券研究所

图23 全球商品浆分区域新增需求结构



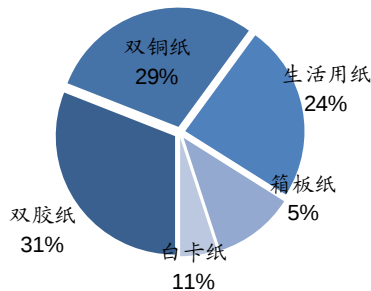
资料来源: 中国造纸协会、全球木浆造纸理事会, 海通证券研究所

- **我们预计 2018-2019 年中国木浆需求增速分别 5.0%、4.5%:** 生活用纸和大宗纸是影响国内木浆需求的主要因素, 考虑到目前文化纸需求疲弱以及生活用纸企业盈利性受到挤压, 这都将对于木浆需求有所抑制, 预计需求增速将相对

2017 年有所回落。

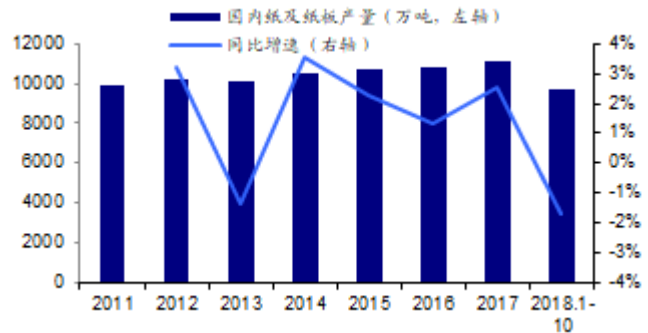
- **生活用纸行业盈利受挤压将抑制木浆需求:** 我们预计生活用纸年均需求增速维持 5-7% 增速, 但目前受到原材料价格高位影响, 行业利润受挤压明显, 更多非木浆原材料在产品中的比例有所提升, 这对木浆需求将形成压制。
- **大宗纸需求承压, 拖累木浆需求:** 目前国内造纸行业四季度传统旺季呈现旺季不旺特点, 主要由于宏观经济周期下行、贸易战预期以及高纸价导致需求疲软, 造纸行业 2018 年 1-10 月纸及纸板产量累计 9735 万吨, 同比下降 1.7%, 是 2015 年以来行业首次出现产量的下滑, 我们认为下游整体产量与需求的疲软表现也将致使原材料浆价承压。

图24 中国木浆主要下游结构 (2017 年)



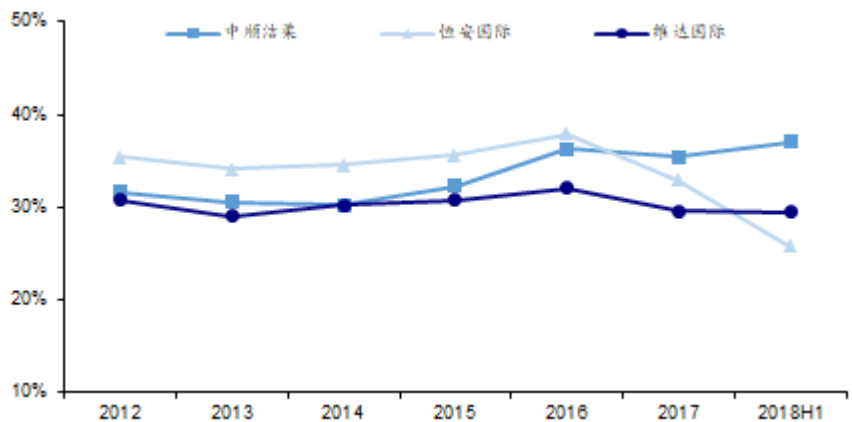
资料来源: PPC, 海通证券研究所

图25 18 年造纸行业产量负增



资料来源: 造纸协会历年年度报告, 海通证券研究所

图26 生活用纸行业龙头毛利率情况



资料来源: wind, 海通证券研究所; 数据为生活用纸业务毛利率

- **预计国内 18-19 每年增长木浆需求约为 100 万吨:** 我们对下游文化纸、白卡纸以及生活用纸 19 年主要项目进行统计, 并按照各纸种消耗浆比例进行测算, 19 年新增木浆需求约为 100 万吨。

表 5 国内木浆需求量测算

纸种	产能(万吨)	木浆用量(万吨)	投产时间	备注
生活用纸	66	68.64	2018 年	考虑到 17 年推迟投产产能与行业淘汰落后产能相抵消, 统计新增项目 18 年新增 66 万吨产能
双胶纸	50	35	2018 年	18 年 3 月太阳新增文化纸产能 20 万吨, 亚太森博新增文化纸产能 20 万吨, 晨鸣 18 年末 100 万吨产能投产, 预计 18 全年贡献 10 万吨

18 年木浆需求量合计

共计 103.3 万吨, 进口木浆需求增速 5.0%

白卡纸	34.5	10.35	2019 年	19 年新增博汇 75 万吨, 新乡新亚 40 万吨, 由于行业供大于需, 价格下跌, 存在产能投产延迟可能, 预计实际投产 30%
生活用纸	65.7	68.34	2019 年	考虑到之前年份推迟投产产能与行业淘汰落后产能相抵消, 统计新增项目 18 年新增 65.7 万吨产能
双胶纸	90	20.25	2019 年	行业 18 年末 100 万吨产能释放, 考虑时间因素 19 年将新增 90 万吨产能, 同时假设 70% 产能能够由自产浆提供需求

19 年木浆需求量合计

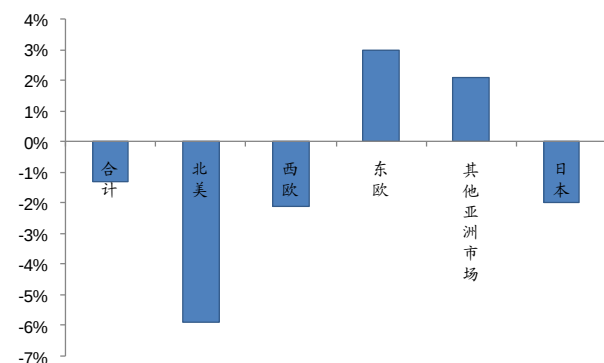
共计 98.94 万吨, 进口木浆需求增速 4.5%

资料来源: RISI, 纸业联讯, 海通证券研究所测算

■ **欧美市场-预计 19 年木浆需求将进一步回落:** 欧美需求占全球木浆需求约 35%, 是除中国以外的重要木浆需求区域, 目前这些区域书写印刷产业呈现萎缩态势, 生活用纸部门保持平稳增长态势, 我们预计 2019 年欧美木浆需求增速将有所回落。

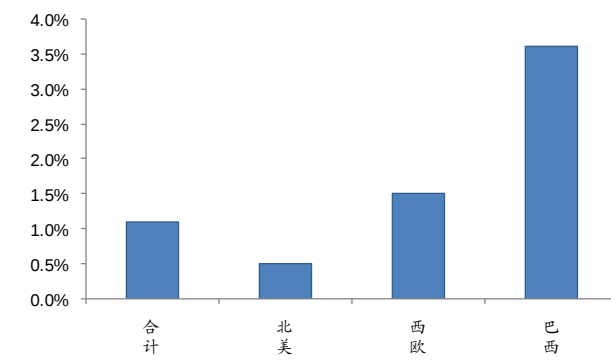
➤ 我们认为美国受益财政刺激政策扩大, 经济增长势头仍将保持, 但 19 年预计受到贸易战影响对自身经济也会产生负面影响; 欧洲因为金融环境收紧、地缘政治紧张局势、以及英国脱欧谈判可能失败等原因, 经济增长受到一定抑制, 整体宏观经济增速趋缓; 我们预计 19 年贸易战持续发酵将拖累欧美经济, 预计西欧、美国 2019 年木浆增速将会放缓。

图 27 全球书写印刷纸按区域增速情况 (2017 年)



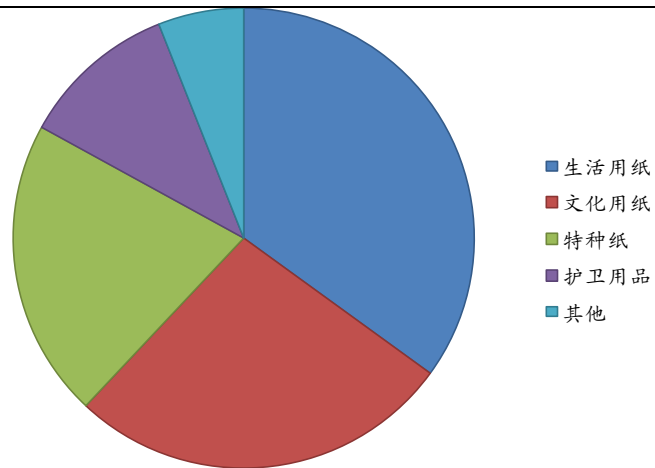
资料来源: 中国造纸协会、RISI, 海通证券研究所

图 28 全球生活用纸按区域增速情况 (2017 年)



资料来源: 中国造纸协会、RISI, 海通证券研究所

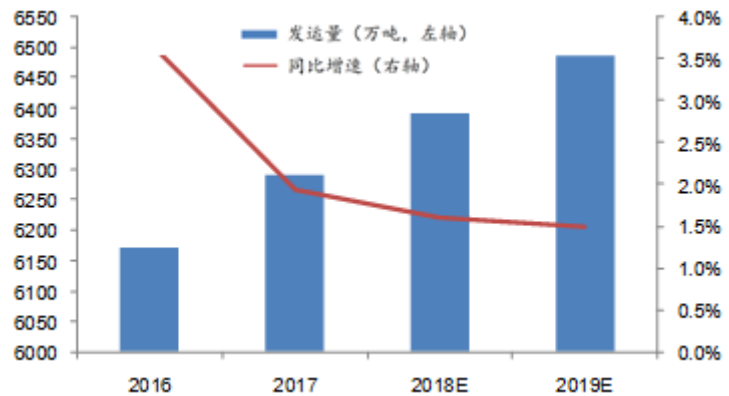
图29 全球木浆下游需求占比 (17年)



资料来源：RISI，海通证券研究所

- 基于中国、欧美地区的木浆需求分析，我们预计 2018-2019 年全球木浆需求增速分别 1.9%、1.6%。

图30 全球商品浆的需求情况以及预测

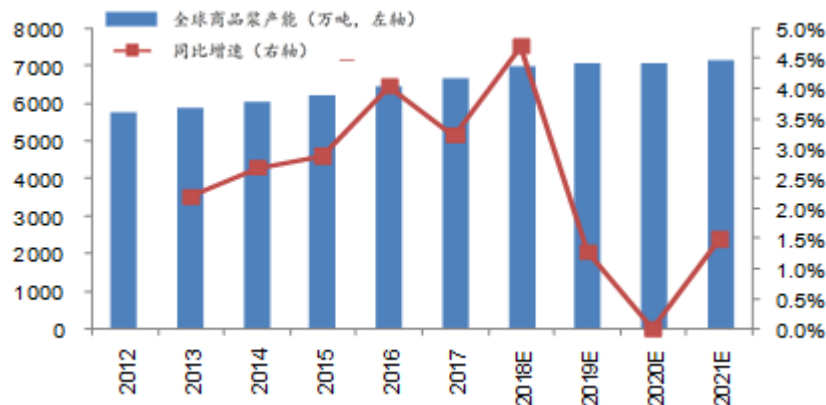


资料来源：RISI，海通证券研究所；

全球新增木浆产能高峰逐渐度过

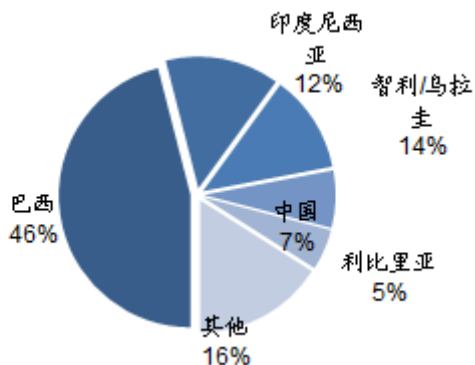
- **预计 2019-2021 年木浆新增产能 200 万吨：**根据 PPPC 统计和预测，2017 年商品浆产能约 6600 万吨，2019-2021 年商品浆将净增产能 200 万吨，未来三年产能年均复合增速 0.9%，木浆主要投产时期在 2017 年下半年至 2018 年上半年，预计 2019 年将新增不到 100 万吨产能，相对 2018 年新增产能将有所减少。
- **针叶浆供给压力整体较小：**2018 年白俄罗斯 Svetlogorsk 浆厂、瑞典 SCA 浆厂等新项目已陆续开机，但 Arauco、Stora Enso 计划 2019 年将部分针叶浆产能转至溶解浆，我们判断将与新增产能部分抵消，近两年内针叶浆整体供应压力不大。
- **阔叶浆新增产能有限：**阔叶浆 18-20 年新增产能较少，主要来自于 17 下半年及 18 上半年巴西的鹦鹉、小鸟产能的投产，之后阔叶浆新增产能有所减少。

图31 全球商品浆产能规模和增速情况



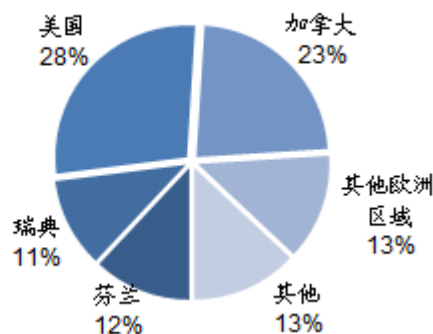
资料来源: PPPC, 海通证券研究所;

图32 全球 3400 万阔叶商品浆产能分布



资料来源: RISI, 海通证券研究所

图33 全球 2800 万针叶商品浆产能分布

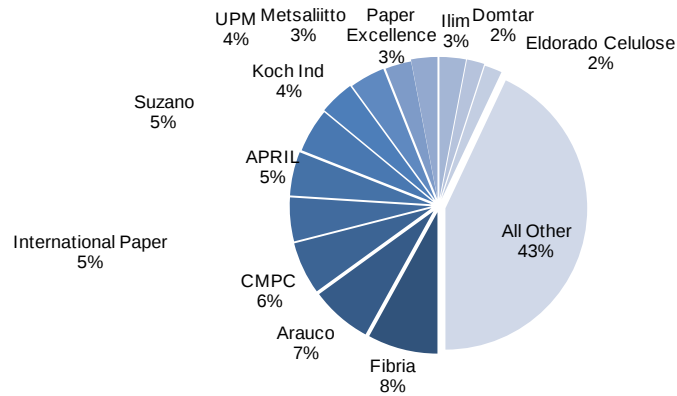


资料来源: RISI, 海通证券研究所

■ 按供应商来看，2017 年前五大生产商约占全球商品浆产能的 30%。

- **全球最大商品浆厂商：**按制造商产能来看，Fibria（巴西）、CMPC（智利）、UPM-Kymmene（芬兰）、Weyerhaeuser（美国）、Ilm（俄罗斯，与国际纸业合资）与 Mercer（加拿大）是全球最大的商品浆制造商，前五大生产商约占全球商品浆产能的 30%。
- **阔叶浆市场行业集中度较高：**全球前 5 供应商产能占到阔叶浆总产能一半以上，此外 17 年巴西金鱼 Suzano 与鸚鵡 Fibria 合并后两者加总产能达到 1100 万吨/年，此外 April 母公司金鹰集团（RGE）也收购巴西 Lwarcel 公司。

图34 全球木浆产能结构(2017年)

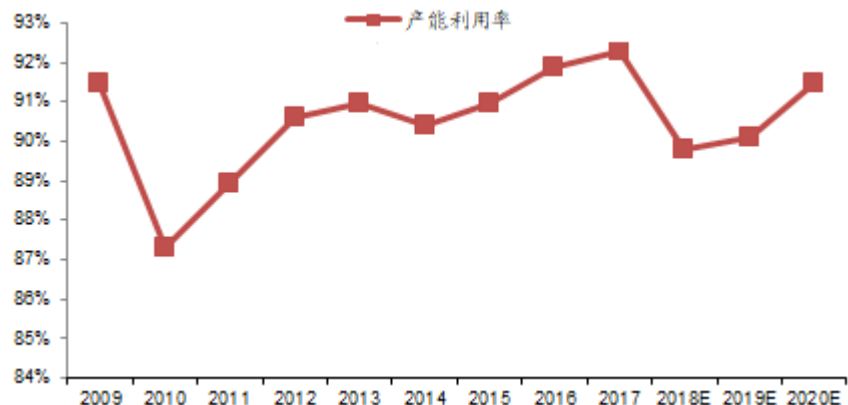


资料来源: RISI, 海通证券研究所

内盘浆价开始处于下行通道, 外盘价格回调只是时间问题

- 基于上述对需求和供给的分析和预测, 我们预计 2018 年全球木浆供需较 2017 年更加宽松, 2018-2019 年产能利用率将从 2017 年 92% 回调至 89-90% 水平。
- 从历史经验来看, 全球木浆产能利用率超过 92% 说明供需处于偏紧状态, 根据我们预计, 2018-2019 年产能利用率将回调至 89-90% 水平, 供需关系将有所缓解。

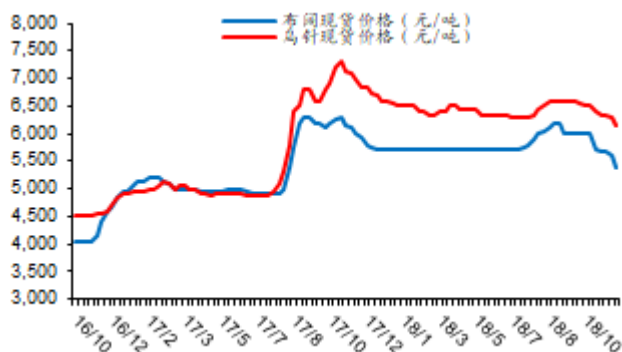
图35 全球商品浆产能利用率预期



资料来源: RISI, 全球木浆造纸理事会, 海通证券研究所

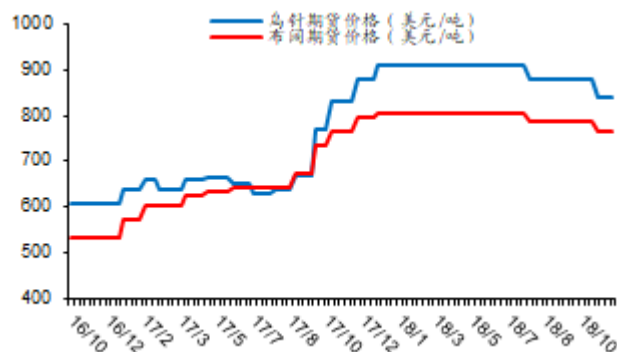
- **2019 年浆价下跌已成为必然:** 基于对 2018-2019 年全球木浆供需相对宽松的判断, 我们预计, 这对于一直高位的浆价将形成下跌的压力。
- **外盘浆价:** 据纸业联讯, 11 月海外供应商纷纷下调 11 月报盘, 幅度在 60 美元/吨附近, 且多家代理商没有完成 11 月订单, 11 月外盘漂针 805 美元/吨, 环比上月走低 6.3%, 外盘漂阔 736 美元/吨, 环比上月下调 3.9%。
- **内盘浆价:** 据纸业联讯, 目前下游成品纸销售压力较大, 部分纸厂迫于成本及库存压力停机, 此外银根收缩导致贸易商回笼资金意向增加, 下游成品需求疲弱导致内盘浆价下跌, 11 月内盘漂针 6193 元/吨, 环比走低 4.8%, 内盘漂阔 5436 元/吨, 环比上月下跌约 5.8%。

图36 木浆现货价格走势



资料来源：纸业联讯，海通证券研究所

图37 木浆期货价格走势



资料来源：纸业联讯，海通证券研究所

- 国内纸价期货的推出有望加速浆价回落至合理水平：作为全球商品浆最大的需求国，之前我国相对缺少有效的木浆定价机制和市场，近期纸浆期货推出之后，价格连续下跌，我们认为，未来期货价格有望对国内现货以及外盘都形成指引作用，这将加速浆价的合理回落。

表 6 纸浆期货合约基本规则

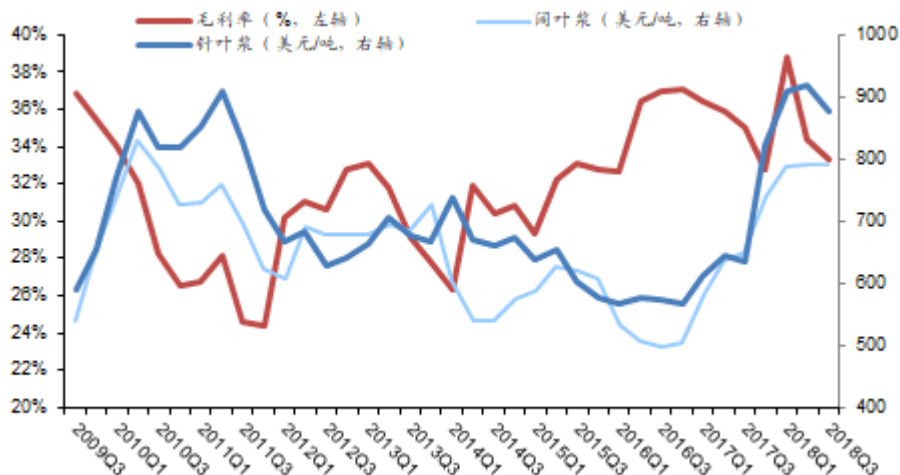
合约设置	简介	备注
期货合约标的产品	漂白硫酸盐针叶木浆	其他浆种暂不设置期 合约
	交易单位：10 吨/手	
	报价单位：元（人民币）/吨	
期货合约基本设置	涨跌停板限制：±3%	具体以上海期货交易所规定为准
	最小变动价位：2 元/吨	
	合约月份：1-12	
	包装规格：1.2 吨、1.86 吨、2 吨	
期货合约产品标准	基本指标：抗张指数>87% 耐破指数>5%，撕裂指数>8%	详细质量规定以上海期货交易所公布为准
	指定品牌：涉及 4 个国家 11 个品牌	
	交割日期：最后交易日后连续 5 个工作日	

资料来源：上海期交所，海通证券研究所

4.2、浆价下跌洁柔将显著受益

- 生活用纸将明显受益于浆价下跌：纸浆占到洁柔生产总成本的 60%以上，并且由于生活用纸具有刚性需求、单价低、消费者价格敏感性弱的特点，因此当浆价下行的时候，洁柔有望享受明显成本红利。

图38 中顺洁柔毛利率与浆价历史比较

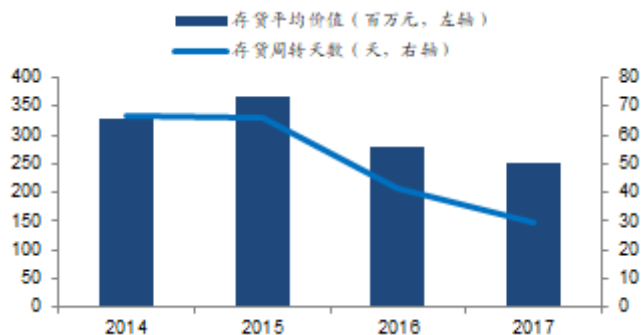


资料来源：wind，纸业联讯，海通证券研究所

■ **行业盈利变化大致滞后浆价波动半年时间：**我们发现，尤其在浆价反转的期间，行业盈利性滞后浆价较为明显，我们认为，这主要是由于采购模式以及会计政策等原因所致。

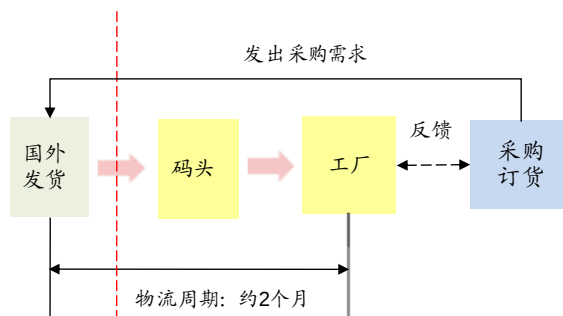
- **采购模式：**公司木浆直接向国外采购，从发出采购需求到木浆运至工厂的物流周期约 60 天，加上工厂的提前屯浆行为，因此浆价反映到主营成本会有时间滞后。
- **会计政策：**中顺、维达、恒安三家发出存货的计价方法均为加权平均法，导致浆价波动在会计上会有平滑，根据我们测算中顺历史存货周转天数在 30-60 天之间。

图39 中顺的存货周转率



资料来源：wind，海通证券研究所 备注：库存周转率 = 年内出库的原材料总成本/原材料年内平均库存

图40 购浆流程示意图



资料来源：海通证券研究所

■ **对于 2019 年洁柔毛利率的敏感性分析：**经测算，浆价生产成本每下跌 5%，对于洁柔毛利率大概提升 2%。

- **核心假设：**2019 年营收端增速 21%，且汇率基本保持不变，2018 年毛利率 34%。
- **核心结论：**浆价生产成本每下跌 5%，对于洁柔毛利率大概提升 2%；考虑到外盘运输时间以及库存周期，若 2019 年洁柔木浆生产成本下跌 5%，毛利率将提升至 36%。

表 7 公司 19 年毛利率敏感性测算

		木浆成本涨价幅度				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
纸制品提价幅度	-4%	36.15%	33.90%	31.64%	29.39%	27.3%
	-2%	37.42%	35.21%	33.00%	30.79%	28.58%
	0%	38.64%	36.47%	34.30%	32.13%	29.96%
	2%	39.81%	37.68%	35.55%	33.43%	31.30%
	4%	40.93%	38.85%	36.76%	34.67%	32.59%

资料来源: wind, 海通证券研究所

5、盈利预测与估值

■ 我们预计公司 2018-2019 年的 EPS 为 0.33、0.42 元, 同比增长 22.9%、27.5%;

➢ 我们预计公司 18-19 年营业收入分别为 56.4、68.4 亿元, 同比增长 21.7%、21.1%;

➢ 我们预计 2018-2019 年净利润 4.3 亿、5.5 亿, 同比增速 22.9%、27.5%;

■ 主要盈利预测假设:

➢ 根据公司现有土地规划, 18-19 年产能分别为 65 万吨、83 万吨, 之后几年产能按照 10 万吨进行投产。

➢ 成本端, 预计木浆 18 年整体较 17 年成本上涨 10%, 其他化学品及包装等成本上涨 5%;

➢ 费用率方面, 未来几年仍是公司渠道快速扩张期, 销售费用率仍将维持高位, 预计 18-19 年销售费用率保持 20.0%, 管理费用率为 5.5%。

表 8 中顺洁柔分产品盈利预测

单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
非卷纸				
销售收入	2662.6	3315.5	4097.3	4936.0
增长率 (YOY)	24.5%	23.6%	20.5%	24.5%
出厂吨价	12102.8	13192.1	13324.0	13457.2
卷纸				
销售收入	1,845.3	2,206.6	2,618.2	3,027.6
增长率 (YOY)	12.0%	19.6%	18.7%	15.6%
出厂吨价	10251.5	11174.1	11285.9	11398.7
半成品				
销售收入	77.87	77.87	77.87	77.87
增长率 (YOY)	57.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%
其他业务				
销售收入	43.89	43.89	43.89	43.89
增长率 (YOY)	68.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	4.64%	4.64%	4.64%	4.64%
合计				
销售收入	4,638.4	5,643.9	6,837.2	8,085.4
增长率 (YOY)	21.8%	21.7%	21.1%	18.3%
毛利率	34.9%	34.2%	35.2%	36.4%

资料来源: wind, 海通证券研究所

- **盈利预测与评级:** 自 15 年洁柔尝试经理人模式之后,公司在渠道、产品以及品牌方面都有明显提升,竞争实力显著加强,未来通过空白市场占领、渠道深耕以及品类延伸有望继续保持稳健且持续的增长态势,我们预计 2018-2019 年净利润 4.3 亿、5.5 亿,同比增速 22.9%、27.5%;截止 12 月 14 日收盘价对应 PE 分别 27 倍、21 倍,作为 A 股生活用纸最纯正标的,给予公司 19 年 22-25 倍 PE 估值,对应合理价值区间 9.24~10.5 元,给予“优于大市”评级。

表 9 可比公司估值情况

上市公司	股票代码	收盘价 (港元)	2019PE (倍)
恒安国际	HK.01044	54.95	14.8
维达国际	HK.03331	13.16	20.7

资料来源: wind, 海通证券研究所。注: 收盘价为 20181213 数据;

6、风险提示

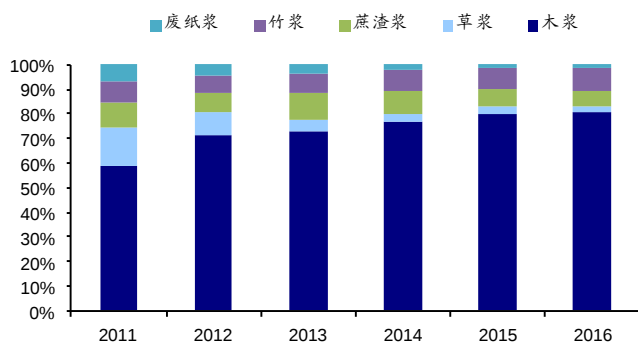
(1) 原材料价格上涨风险; (2) 营销渠道改善不及预期; (3) 产能释放不及预期, 产能利用率下降。

7、附录

7.1、生活用纸行业概述

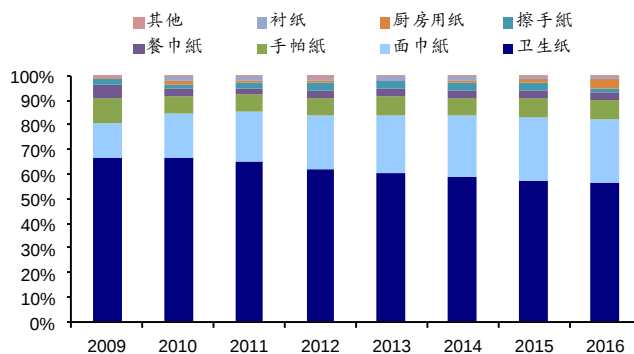
- 生活用纸作为人们日常必需的快消品,具有周转率高、经济敏感度弱的特点,并且由于产品同质化程度较高,渠道、促销和产品包装对于消费者的产品选择比较重要。
- 生活用纸是指为照顾个人居家、外出等所使用的各类卫生擦拭用纸,包括卫生纸、面巾纸、手帕纸、餐巾纸、厨房用纸、擦手纸等,其中卫生纸占比最高(约 60%);据中国造纸协会统计,2016 年我国生活用纸消费量 854 万吨,同比增长 4.53%。
- 生活用纸行业发展趋势主要呈现以下三点: A、以卫生纸为主的卷纸消费向以面巾纸、手帕纸为主的非卷纸消费转变; B、消费需求呈现高档化和多样化的趋势,例如全木浆产品消费占比提升以及厨房用纸、擦手纸、化妆纸等功能多样化产品的相继面世; C、投资趋于理性,新进入生活用纸行业的企业较少,供需关系持续改善。

图 41 木浆作为生活用纸原材料占比上升



资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 海通证券研究所

图 42 生活用纸结构比例



资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 海通证券研究所

- 生活用纸生产需要经过制浆、原纸生产和后加工三个环节, 目前生产模式可以

分为林浆纸后加工一体化模式、造纸后加工一体化模式和后加工模式。

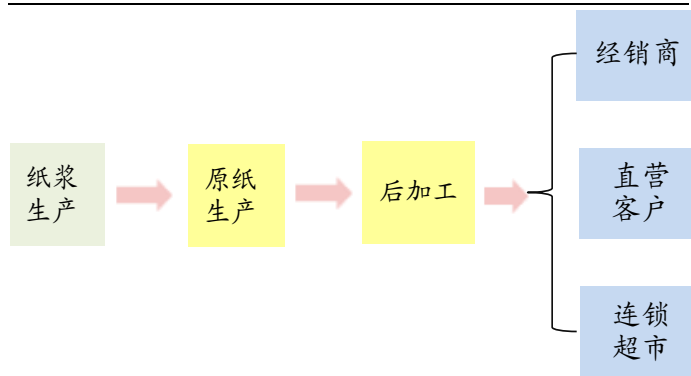
- 目前仅金红叶纸业采用林浆纸后加工一体化模式，国内规模较大的生活用纸企业大多采用造纸后加工一体化模式，后加工模式主要适用于第三梯队的小生产企业。

图43 生活用纸生产模式说明

模式	主要说明
林浆纸后加工一体化	生产环节包含制浆、原纸生产和后加工环节
造纸后加工一体化	生产环节包含原纸生产和后加工环节
后加工	通过购买原纸加工生产最终产品

资料来源：海通证券研究所

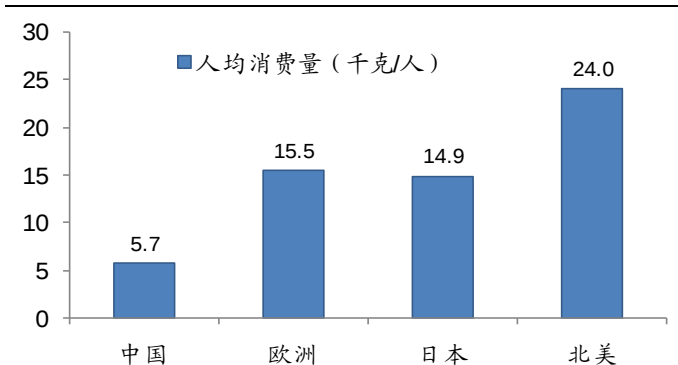
图44 生活用纸产业链示意图



资料来源：海通证券研究所

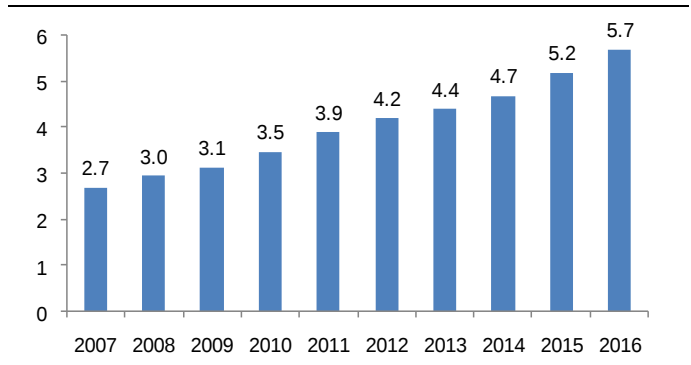
- **行业远远未到天花板：**16 年国内生活用纸人均消费量仅为 5.7 千克/人，远远低于欧美等发达国家 15 千克/人的人均消费水平；随着居民在生活用纸的使用范围的拓宽（例如厨房用纸和擦手纸的推广）以及更多欠发达地区居民开始使用生活用纸，我们认为，国内生活用纸消费量仍有较大发展空间。

图45 人均生活用纸消费的国际比较（2016）



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，海通证券研究所

图46 我国生活用纸人均消费量（千克/年）



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，海通证券研究所

- **我国生活用纸行业呈现多层次竞争格局，根据规模和品牌知名度可分为三个梯队：**

- **第一梯队：**包括中顺洁柔、维达国际、恒安国际、金红叶，这四家公司通过近年快速的产能全国布局，规模已远超其他企业（产能均在 50 万吨以上），产品以生产中高档为主，我们认为未来有望凭借规模、技术、渠道等优势逐步提高自身的竞争力和市场占有率。
- **第二梯队：**包括山东东顺、上海东冠、金佰利等年生产量在 10-50 万吨的企业，这些企业大多未形成全国性布局，但在所处区域具有较高的竞争力，其中部分企业以生产中档产品参与区域市场竞争，总体来说在销售规模、品牌价值都与第一梯队集团有着不小差距，但通过提升自己的品牌的竞争力在中高端市场取得一席之地。
- **第三梯队：**大多处于经济欠发达地区，部分企业使用再生纸浆、草浆等原料生产低档产品的竞争，在环保趋严背景下逐步遭到淘汰。

表 10 国内生活用纸行业主要企业 (2017 年)

序号	公司名称	品牌	生产能力 (万吨/年)
1	金红叶纸业	唯洁雅, 清风, 真真	163
2	恒安纸业	心相印, 柔影	131
3	维达纸业	维达 Vinda, 花之韵	110
4	中顺洁柔	洁柔, C&S, 太阳	65
5	山东东顺	顺清柔, 哈里贝贝	40.8
6	永丰余 (昆山)	五月花	20
7	上海东冠	洁云, 丝柔	14
8	保定港兴纸业	丽邦	13
9	河北雪松纸业	雪松	12
10	重庆理文	亨奇	62.5 (含竹浆纸)
11	福建恒利	好吉利	9
12	漯河银鸽	银鸽, 舒蕾	16
13	晨鸣纸业	星之恋, 森爱之心	12
14	宁夏紫荆花	紫金花, 紫荆花	10 (含麦草浆纸)
15	江苏双灯	双灯, 蓝雅, 欧风, 老好	9 (含稻麦草浆、废纸浆纸)

资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 海通证券研究所; 注: 理文大部分产能为 OEM 形式

■ **竞争格局逐渐改善, 竞争转向差异化:** 经历 2012-15 年行业产能迅速扩张以及激烈竞争之后, 2016 年行业格局逐渐稳定, 并且各大纸企均推出高端化、个性化产品, 争夺消费升级趋势下细分领域的空白市场, 开拓新的盈利增长点。

- 由于生活用纸低价竞争主要集中在中低端产品, 大型企业纷纷调整产品结构避免恶性竞争, 增加高毛利的非卷纸产品销售, 减少同质化较为严重的卷纸占比。
- 近年来, 大型生活用纸企业纷纷推出新品, 新品一方面以特定群体为对象, 如婴儿及女性, 满足其特定对于生活用纸需求, 另一方面注重环保因素, 推出如自然木系列纸品来增加产品附加值。

表 11 四大品牌近年推出新品

公司	品牌	产品名称	产品特性	推出时间
恒安	CC	乳房清洁湿巾 (60 片)	经过高温高压蒸汽灭菌处理, 安全卫生。铝箔迷你装, 出行便携, 冷热两敷, 满足特殊需求	2016
		乳房清洁干湿巾套装 (40 干片+40 湿片)	干巾: 干湿多用, 释水力强, 沾水后可当湿巾, 柔韧耐用。湿巾: EDI 技术提炼纯水, 无杂质, 零细菌, 使用放心	
维达	维达	立体美系列压花软抽 (3 层 100 抽)	棉韧不易破, 亲肤无刺激, 食品安全级, 4D-DECO™ 立体压花工艺	2016
		立体美系列焕彩双色压花软抽 (3 层 108 抽)		
		立体美系列压花卷纸 (4 层×128g×27 卷)		
中顺洁柔	洁柔	自然木系列手帕纸 (4 层 8 张)	精选进口原生木浆、长短纤维黄金配比、欧美食品级检验、母婴适用	2017
		自然木系列便携式方巾 (3 层 28 抽)		
		自然木系列抽纸 (3 层 130 抽、3 层 120 抽)		
		自然木系列无芯卷纸 (4 层×70g×48 卷、4 层×84g×36 卷)		
		自然木系列有芯卷纸 (4 层×140g×27 卷、4 层×150g×32 卷)		
金红叶	清风	天然木浆原色纸抽纸 (3 层 130 抽)	100% 天然原生木浆、美国 FDA 食品级检验、德国 LFGB 食品级检验、放心接触手口	2017
		天然木浆原色纸卷纸 (4 层×160g×27 卷)		
		天然木浆原色纸手帕纸 (4 层 7 张)		

资料来源: 各公司官网, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	4638.35	5643.88	6837.24	8085.36
每股收益	0.27	0.33	0.42	0.54	营业成本	3018.61	3711.50	4432.71	5139.66
每股净资产	4.09	4.65	5.38	6.29	毛利率%	34.92%	34.24%	35.17%	36.43%
每股经营现金流	0.77	0.75	0.97	1.17	营业税金及附加	39.04	47.51	57.55	68.06
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%
价值评估 (倍)					营业费用	886.08	1083.62	1333.26	1617.07
P/E	33.46	27.23	21.36	16.90	营业费用率%	19.10%	19.20%	19.50%	20.00%
P/B	2.22	1.95	1.69	1.44	管理费用	248.52	299.13	376.05	460.87
P/S	2.52	2.07	1.71	1.44	管理费用率%	5.36%	5.30%	5.50%	5.70%
EV/EBITDA	19.59	17.45	13.83	10.90	EBIT	446.10	502.12	637.67	799.71
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	46.75	5.67	21.48	15.97
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.01%	0.12%	0.46%	0.37%
毛利率	34.92%	34.24%	35.17%	36.43%	资产减值损失	5.72	0.00	0.00	0.00
净利率	7.53%	7.60%	8.00%	8.55%	投资收益	5.78	5.78	5.78	5.78
净资产收益率	11.27%	12.16%	13.43%	14.50%	营业利润	414.42	510.74	653.06	827.00
资产回报率	5.97%	6.73%	7.62%	8.50%	营业外收支	6.90	6.90	6.90	6.90
投资回报率	10.64%	11.32%	13.81%	16.70%	利润总额	421.32	517.64	659.97	833.90
盈利增长 (%)					EBITDA	617.33	679.90	829.54	1001.83
营业收入增长率	21.76%	21.68%	21.14%	18.25%	所得税	72.25	88.77	113.18	143.01
EBIT 增长率	9.53%	12.56%	26.99%	25.41%	有效所得税率%	17.15%	17.15%	17.15%	17.15%
净利润增长率	34.04%	22.86%	27.50%	26.36%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	349.07	428.87	546.79	690.89
资产负债率	47.0%	44.7%	43.2%	41.4%					
流动比率	1.17	1.27	1.39	1.54	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	0.94	1.03	1.12	1.25	货币资金	1085.72	1311.68	1708.17	2256.43
现金比率	0.81	0.97	1.27	1.67	应收款项	598.72	692.99	839.51	992.76
经营效率指标					存货	546.94	595.18	710.83	824.19
应收帐款周转天数	44.82	44.82	44.82	44.82	其它流动资产	718.23	718.23	718.23	718.23
存货周转天数	58.53	58.53	58.53	58.53	流动资产合计	3014.17	3396.54	4070.82	4901.28
总资产周转率	0.90	0.93	1.02	1.06	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	2.06	2.45	3.02	3.65	固定资产	2321.22	2465.58	2609.94	2754.30
					在建工程	197.63	386.78	575.92	765.06
					无形资产	126.61	115.31	100.63	86.43
					非流动资产合计	2777.68	2922.11	3052.44	3172.53
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	5791.85	6318.65	7123.26	8073.80
净利润	349.07	428.87	546.79	690.89	短期借款	518.38	518.38	518.38	518.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	586.00	551.32	658.46	763.47
非现金支出	176.96	177.77	191.87	202.12	预收账款	61.59	74.94	90.79	107.36
非经营收益	64.75	17.05	17.05	17.05	其它流动负债	38.17	38.17	38.17	38.17
营运资金变动	-5.33	-56.57	-19.97	-22.55	流动负债合计	2572.39	2670.33	2928.15	3187.80
经营活动现金流	585.44	567.13	735.75	887.52	长期借款	150.00	150.00	150.00	150.00
资产	-398.45	-315.30	-315.30	-315.30	其它长期负债	25.51	25.51	25.51	25.51
投资	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	175.51	175.51	175.51	175.51
其他	-584.36	-5.78	-5.78	-5.78	负债总计	2747.90	2845.84	3103.66	3363.31
投资活动现金流	-982.81	-321.08	-321.08	-321.08	实收资本	757.46	1287.70	1287.70	1287.70
债权募资	638.38	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	3096.88	3525.75	4072.54	4763.43
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-88.14	-31.64	-29.74	-29.74	负债和所有者权益合计	5791.85	6318.65	7123.26	8073.80
融资活动现金流	550.24	-31.64	-29.74	-29.74					
现金净流量	152.86	214.41	384.93	536.70					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 14 日
 资料来源：公司年报 (2017)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

衣楨永 造纸轻工行业
曾知 造纸轻工行业
赵洋 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 合兴包装,喜临门,好莱客,太阳纸业,索菲亚,欧派家居,晨光文具,裕同科技,山鹰纸业,中顺洁柔,志邦家居,尚品宅配,顾家家居,大亚圣象

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛 涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷 010 56760096 lgk12371@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂萱 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
联系人
石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛 02123219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
联系人
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
联系人
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张戈 01050949962 zy12258@htsec.com
张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
联系人
李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
联系人
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
张欣劼 z xj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
张恒恒 zh x10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
联系人
林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xy z11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
联系人
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
宗亮 zl11886@htsec.com
巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 ji wj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com